

令和 2 年 6 月 7 日現在

機関番号：12102
 研究種目：基盤研究(C)（一般）
 研究期間：2016～2019
 課題番号：16K03383
 研究課題名（和文）取締役会の企業価値実現のプロセスから見た実効的なコーポレートガバナンスの再構築

 研究課題名（英文）Rebuilding effective corporate governance from the perspective of the Board of Directors' process of realizing corporate value

 研究代表者
 大塚 章男（Otsuka, Akio）

 筑波大学・ビジネスサイエンス系・教授

 研究者番号：50384863
 交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 2,500,000円

研究成果の概要（和文）：本研究は、企業のステークホルダー利益を考慮しつつ、株主の長期的利益の最大化を目的としたコーポレート・ガバナンスを構築し実現することが重要であるという観点から、理論分析および実証分析を行い、日本型のガバナンスを提言した。ガバナンスの中核は取締役会であり、その実効性の確保が重要である。ただし、情報の非対称性というハンディを負った取締役会のみでガバナンスは十分ではなく、監査役や社外取締役等のモニタリング、機関投資家のエンゲージメント、ゲートキーパーの協働がより良いガバナンスには不可欠である。成果として、日本での学会報告や論文発表はもちろん、米国ロージャーナルにも関連論文を2件が掲載された。

研究成果の学術的意義や社会的意義
 日本とアメリカ・イギリスとの比較法を軸に、我が国の取締役会の実効性確保、インセンティブとしての報酬制度、機関投資家のコーポレートガバナンスにおける役割、さらには機関投資家の株式保有からもたらされる独禁法上の問題点などを取り上げて研究し、これを国内で研究報告し論文として公表し、我が国の課題などを提案した。さらに、米英のガバナンスの枠組みの違い、証券市場で力を発揮している機関投資家のガバナンス上の問題点と課題などを、アメリカとイギリスの比較法から論じた論文2本は、アメリカのロージャーナルに掲載された。日本の会社法研究者でアメリカのロージャーナルに掲載されることはまれであり、大きな意義がある。

研究成果の概要（英文）：This study conducts theoretical and empirical analyzes from the viewpoint that it is important to build and realize corporate governance with the aim of maximizing the long-term interests of shareholders while considering the interests of corporate stakeholders. And then Japanese style governance was recommended. The core of governance is the board of directors, and ensuring its effectiveness is important. However, governance is not sufficient only by the board of directors, which suffers from the asymmetry of information, and monitoring by auditors and outside directors, engagement by institutional investors, and cooperation with gatekeepers are essential for better corporate governance. As a result, in addition to reports at academic conferences and several articles in Japanese journals, two articles were published in the law journals of the United States.

研究分野：会社法、国際企業法

キーワード：コーポレートガバナンス 取締役会の実効性 ステークホルダー 非財務情報 モニタリング アカウ
 ンタビリティ ゲートキーパー

科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属されます。

様式 C-19、F-19-1、Z-19 (共通)

1. 研究開始当初の背景

ガバナンスの主役を担う取締役会の機能にはモニタリングとマネジメントとがある。アメリカでは CEO の業務執行をモニタリングするのは取締役会であり、いわゆる Monitoring Board 概念が確立している。モニタリングの適正を担保するためその主体たる取締役会の独立性が重視されており、そのため上場会社では独立取締役が過半数必要とされている。日本では 2014 年会社法改正で「監査等委員会設置会社」を新設し社外取締役の監査を奨励している。また、異例の速さでコーポレートガバナンス・コード(以下「CG コード」)が策定され、東京証券取引所は 2015 年 6 月に CG コードの適用を決定して情報開示を義務付けた。しかし、現実はどうかと言えば、我が国のオリンパスや東芝、アメリカではエンロンやリーマンなど監視機能不全に由来する企業スキャンダルは後を絶たない。取締役会の機能としてモニタリング型へ進むのかマネジメント型に留まるのか法は沈黙している。社外役員は情報の非対称性による脆弱な基盤にあり、2,3 人の非常勤の社外取締役によりガバナンス改革を実行できる訳ではない。

それまでの研究の結果、ステークホルダー利益を考慮しつつ、株主の長期的利益の最大化を目的としたコーポレートガバナンスを実現するモデルが有益であり、法的にも実務的にもこれは可能であるとの結論を得た。短期的利益を尺度にすれば企業不正を生む危険性が高まるが、他方で取締役会の経営判断は最大限尊重するべきである。そのような日本型のガバナンス・モデルを策定し実行することが必要であると考えた。

2. 研究の目的

本研究は、取締役会の経営判断を最大限尊重しつつ企業の中長期的利益の最大化を目的としたコーポレートガバナンス・モデルを基本として、取締役会による目標設定→実行→評価→公表→フィードバックの適正なプロセスと実効性ある監査の構築を提案する。具体的には(1)取締役会による財務・非財務情報等の積極的開示、目標の設定と取締役会評価の実施およびこれらの開示の仕組みを導入する、(2)長期インセンティブ報酬や clawback 制度を導入して、目標達成に即した役員報酬の体系を見直す、(3)監査役(特に常勤監査役)の機能を再検証し、取締役会との役割分担により総体として有効機能するモニタリングを構築する、以上を考察し分析を行う。本研究は、比較法的調査研究に加え可能な限り実証分析を行いつつ日本法上の提案を行うものである。

具体的には以下の論点を摘示し研究を行うこととした。

(1) 取締役会の情報開示と自己評価

財務・非財務情報の開示の目的、対象、内容、頻度(四半期報告は「短期」に焦点を当てすぎると米英で批判され始めている)、情報統合の要否を考察する。取締役会評価には自己評価と外部評価の 2 種類がある。それぞれにつき評価項目、プロセス、主体を考察する。将来的には外部評価機関として「取締役会評価機関」の設置を提言し、これを Gatekeeper(ガバナンスを外部で担う者)に育てたい。

(2) 役員報酬の改革

長期インセンティブ報酬を導入する場合、報酬の決定過程、内容、開示をどうするか、特に評価の前提としてどのような指標に連動させるのか、事後に不正等が発覚した場合の clawback 制度における取戻し事由、取戻し対象の範囲・期間をどうするか、について検討する。

(3) 取締役会、監査役及び社外役員が果たすべき監査機能の再定義

社内・社外取締役、監査役、銀行・機関投資家、内部通報システム等の間で役割分担があり総体としてのガバナンスが機能する。内部監査機関としての監査役について、例えば取締役会評価の監査などを通じて、取締役会の健全な牽制力となり得るポジションにあることを検証し監査機能の再定義を提案する。

3. 研究の方法

Lexis などの文献検索による調査研究、アメリカのロースクール(スタンフォード、UC バークレー、UCLA など)のコーポレートガバナンスを専門とする教授(Bainbridge, Hermalin, Pollman, Lund, Winden 各氏など)への訪問インタビュー、コーポレートガバナンスに関する国際会議への参加などにより、研究を進めた。

なお、監査等委員会設置会社への移行や CG コードの運用が一段落するであろう 2018 年に、本研究の「解決すべき論点」として示した論点等につき東証 1 部上場会社に対しアンケートを実施する計画であったが、科研費期間中にこれに関する調査結果が公表され、またこれを越える調査をするには予算では不足することが明らかになったので、断念した。

4. 研究成果

論点(1)については、以下の研究報告及び論文の公表を行った。

英国では 1992 年キャドバリー委員会がコーポレートガバナンス・コードを公表して以来、改訂版 CG コード 2018 を公表した。日本は金融庁と東京証券取引所が中心となって「日本版コーポレートガバナンス・コード」をまとめ 2015 年 6 月に公表した。2018 年 6 月に改訂版が施行された。このように両国の CG コードは進展し、取締役会の実効性確保のための仕組みも進化して

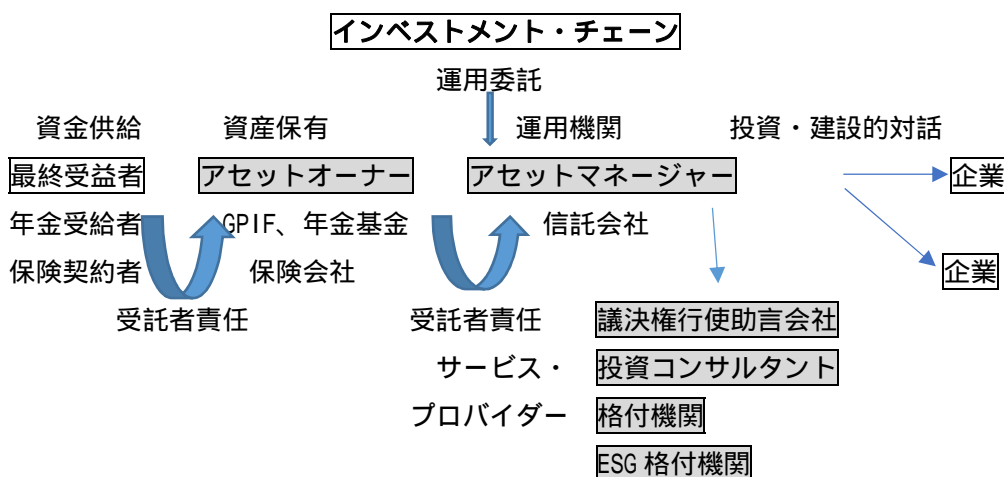
きた。以下で、日本、英国及び米国における取締役会の実効性評価の現状と課題について論じた。
 「イギリスにおける取締役会評価とガバナンス」国際取引法学会研究会報告(2017)
 「取締役会の実効性評価プロセスへの監査役の主體的参加」月刊監査役(2018)
 「取締役会の実効性評価 実施主体としての監査役の関与の可能性」筑波ロー・ジャーナル(2017)

論点(2)については、以下の研究報告及び論文の公表を行った。
 日米の役員報酬改革につき論じ、さらに clawback 条項の運用、解釈、問題点につき研究を行った。なお clawback 条項は、不正会計などに伴う巨額の損失が生じた場合に支払い済みの役員報酬を取戻す仕組みをいう。
 「役員報酬とガバナンスーclawback 条項を手掛かりとしてー」国際取引法学会・国際企業法制部会研究会報告(2016)
 「役員報酬とコーポレート・ガバナンス-clawback 条項を手掛かりとして-」筑波ロー・ジャーナル(2016)

論点(3)については、論点(1)の論文において、内部監査機関としての監査役について、「妥当性(効率性)監査」を含めることによって、よりガバナンスに関与できる可能性を示した。

コーポレートガバナンス改革は先進国において喫緊の課題となっているが、以下のジャーナル論文で、アメリカとイギリスの比較法により、様々な理論やモデル(エージェンシー理論、チームプロダクション理論、株主主権モデル、取締役主権モデルなど)を考察しつつ、特に 2006 年英国会社法 172 条の基礎にある「啓発された株主価値」を分析検討した。
 “Reforms of Corporate Governance: Competing Models and Emerging Trends in the United Kingdom and the European Union”(2017)

さらに、調査研究を進める中で、コーポレートガバナンスを実効性あらしめるために機関投資家の役割が急激に高まっていることを認識した。2008 年の世界金融危機を経験し、企業の中長期的成長のためには機関投資家の継続的な関与(エンゲージメント)が必要であることが共通認識となり、先進国でスチュワードシップ・コード(以下「SS コード」)が次々制定された。さきがけはイギリスであるが、FRC が中心となって、2010 年 UK Stewardship Code 制定、2012 年改訂、2020 年再改訂を行った。我が国では、金融庁が 2014 年に日本版 SS コード(「責任ある機関投資家」の諸原則)を制定・公表し、2017 年に改訂した。最近再改訂版の SS コードが確定された(2020 年)。このように、機関投資家のインベストメント・チェーンにおける重要性が認識され、本研究でも研究対象に加えた。



下記は、機関投資家につき、法と経済学の観点も取り入れて、その戦略(Exit or Voice)につき論じ、また株主の権限拡張で対応すべきかエンゲージメント(企業との建設的対話)を促進すべきかなどにつき論じた。さらに、エンゲージメントの障害、機関投資家の利益相反問題、公正開示規制(fair disclosure rule)、力を増している議決権行使助言会社の問題についても論じた。

“For Institutional Investors, the Alternative of “Exit or Voice”, or “Empowerment or Engagement” in U.S. and U.K.” (2019)
 「機関投資家とコーポレートガバナンス」企業法学会研究会報告(2018)
 さらに、下記は、世界最大の機関投資家 GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)につき、如何に日本版スチュワードシップ・コードを採用し、自ら実行し、また運用機関に遵守させているか、さらに、中長期的な企業の成長およびガバナンスの強化に貢献しているかにつき論じた。

CAN THE WORLD'S LARGEST PENSION FUND, JAPAN'S GPIF, BE A RESPONSIBLE STEWARD?
STEWARDSHIP RESPONSIBILITY AS ASSET OWNER (2020)

なお、機関投資家のインベストメント・チェーンにおける役割を調査研究する際に、米国の研究者から、反トラスト法上の問題点が提起されていることを知った。これは日本では全く論じられていない論点であり、早速さらに調査研究して、研究報告及び論文の公表を行った。

「機関投資家による水平的株式保有と反トラスト法」国際取引法学会総会・研究報告/2019-3-16--2019-3-16

「機関投資家による水平的株式保有と反トラスト法 - 競争法とコーポレートガバナンスの交錯 - 」国際取引法学会誌年報（2020）

「機関投資家による水平的株式保有と独占禁止法」旬刊商事法務（2019）

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計8件（うち査読付論文 4件 / うち国際共著 0件 / うちオープンアクセス 1件）

1. 著者名 大塚章男	4. 巻 2188
2. 論文標題 機関投資家による水平的株式保有と独占禁止法	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 旬刊商事法務	6. 最初と最後の頁 15-26
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -
1. 著者名 Akio Otsuka	4. 巻 14(Fall)
2. 論文標題 Reforms of Corporate Governance: Competing Models and Emerging Trends in the United Kingdom and the European Union	5. 発行年 2017年
3. 雑誌名 South Carolina Journal of International Law and Business	6. 最初と最後の頁 71-105
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -
1. 著者名 大塚章男	4. 巻 680
2. 論文標題 取締役会の実効性評価プロセスへの監査役の主体的参加	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 月刊監査役	6. 最初と最後の頁 27-35
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -
1. 著者名 大塚章男	4. 巻 23
2. 論文標題 取締役会の実効性評価 実施主体としての監査役の開与の可能性	5. 発行年 2017年
3. 雑誌名 筑波ロー・ジャーナル	6. 最初と最後の頁 11-38
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -

1. 著者名 大塚章男	4. 巻 21
2. 論文標題 役員報酬とコーポレート・ガバナンス-clawback条項を手掛かりとして-	5. 発行年 2016年
3. 雑誌名 筑波ロー・ジャーナル	6. 最初と最後の頁 19, 36
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 Akio Otsuka	4. 巻 2(3)
2. 論文標題 For Institutional Investors, the Alternative of "Exit or Voice", or "Empowerment or Engagement" in U.S. and U.K.	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 International Comparative, Policy & Ethics Law Review	6. 最初と最後の頁 673-712
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 Akio Otsuka	4. 巻 9(1)
2. 論文標題 CAN THE WORLD'S LARGEST PENSION FUND, JAPAN'S GPIF, BE A RESPONSIBLE STEWARD? STEWARDSHIP RESPONSIBILITY AS ASSET OWNER	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 Journal of Governance and Regulation	6. 最初と最後の頁 44-52
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 大塚章男	4. 巻 5
2. 論文標題 機関投資家による水平的株式保有と反トラスト法ー競争法とコーポレートガバナンスの交錯ー	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 国際取引法学会誌年報	6. 最初と最後の頁 103-117
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

〔学会発表〕 計4件（うち招待講演 0件 / うち国際学会 0件）

1. 発表者名 大塚章男
2. 発表標題 機関投資家による水平的株式保有と反トラスト法
3. 学会等名 国際取引法学会
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 大塚章男
2. 発表標題 機関投資家とコーポレートガバナンス
3. 学会等名 企業法学会
4. 発表年 2018年

1. 発表者名 大塚章男
2. 発表標題 イギリスにおける取締役会評価とガバナンス
3. 学会等名 国際取引法学会研究会
4. 発表年 2017年

1. 発表者名 大塚章男
2. 発表標題 役員報酬とガバナンス—clawback条項を手掛かりとして—
3. 学会等名 国際取引法学会・国際企業法制部会
4. 発表年 2016年

〔図書〕 計0件

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

	氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
--	---------------------------	-----------------------	----